
MEGI

MESTRADO

Estatística e Gestão de Informação

***IMPACTO DOS RESULTADOS DESPORTIVOS
DOS PRINCIPAIS CLUBES DE FUTEBOL
NACIONAL NAS SUAS COTAÇÕES NO
MERCADO DE CAPITAIS***

Cláudia Sofia Rebelo de Sousa Pinto

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre em Gestão de Informação

Instituto Superior de Estatística e Gestão de Informação
Universidade Nova de Lisboa

**IMPACTO DOS RESULTADOS DESPORTIVOS DOS PRINCIPAIS
CLUBES DE FUTEBOL NACIONAL NAS SUAS COTAÇÕES NO
MERCADO DE CAPITAIS**

por

Cláudia Sofia Rebelo de Sousa Pinto

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Estatística e Gestão de Informação, Especialização em Análise e Gestão de Risco.

Orientador: Professor Doutor Rui Gonçalves

Lisboa, Novembro de 2012

DEDICATÓRIA

Em primeiro lugar, e porque também é esse o lugar que ocupam na minha vida, quero agradecer aos meus pais por tudo, sem eles nada faria sentido. Por todo o seu apoio incondicional e por tudo o que me ensinaram ao longo da vida lhes dedico este trabalho.

À Carla Pereira pelo voto de confiança que depositou em mim para poder avançar com a realização da tese quando tudo parecia não fazer sentido. Esteve sempre presente, mesmo que de uma forma fisicamente distante, em todos os momentos. Os seus sábios conhecimentos permitiram realizar tarefas que inicialmente me pareciam impossíveis. Obrigada pela amizade, por toda a paciência e pelas melhores palavras nos piores momentos, que foram fulcrais ao longo dos últimos anos.

Ao Hugo Antunes pelo carinho, preocupação demonstrada, paciência e por sempre acreditar em mim. Por tudo o que representou e representa na minha vida.

Ao meu avô que de alguma forma sempre me ouviu e ajudou.

AGRADECIMENTOS

O trabalho de um investigador é caracterizado por um certo isolamento. Todavia, é imprescindível o apoio, confiança e paciência por parte de algumas pessoas que ajudam e facilitam no processo da elaboração deste trabalho, e que sem elas nada teria sido possível.

Quero agradecer ao Instituto Superior de Estatística e Gestão de Informação pela qualidade e serviço de formação que me proporcionou. Instituição que me deu oportunidade de prosseguir com o meu percurso académico.

A nível institucional agradeço ao Professor Doutor Rui Alexandre Henriques Gonçalves pela orientação, compreensão, paciência, empenho e amizade dada ao longo de toda a investigação.

A todas as entidades que me ofereceram dados e se mostraram disponíveis para qualquer contacto, pois sem elas este trabalho nunca seria possível.

Aos meus pais por todo o apoio a todos os níveis, proporcionando a minha evolução e crescimento a nível intelectual e pessoal.

Aos meus grandes amigos, Carla Pereira e Hugo Antunes, que estiveram presentes nos momentos mais complicados e que mantiveram toda a sua calma e me deram apoio neste caminho que anseio prosseguir.

RESUMO

A área da finança comportamental tem vindo a ganhar importância devido às evidências apresentadas em vários trabalhos sobre a relevância que a “disposição” dos investidores pode ter no seu comportamento no Mercado de Capitais. O futebol em Portugal como em toda a Europa é um dos desportos onde estes tipos de emoções se revelam ainda mais intensas, e onde algum tipo de comportamento sugestionado por resultados e expectativas podem levar a tomadas de decisão com impacto direto sobre as diferentes operações realizadas pelos investidores relativamente aos títulos dos clubes.

O objetivo deste trabalho é investigar a relação existente entre o comportamento das cotações dos títulos dos principais clubes de futebol nacionais: Benfica, Porto e Sporting durante as épocas 2010/2011 e 2011/2012, e os resultados obtidos por estes clubes em competições nacionais. Com base em séries históricas irá avaliar-se a existência, ou não, de uma relação entre o comportamento dos investidores, e a sua percepção relativa aos resultados obtidos pelos diferentes clubes, analisando também a existência de uma relação com a importância de cada um dos jogos.

PALAVRAS-CHAVE

Finança Comportamental; Decisões de Investimento; Mercado de Capitais

ABSTRACT

The field of behavioral finance has gained importance because of the evidence presented in several papers on the relevance that the "disposition" of investors may have on their behavior in the Capital Market. Football in Portugal and throughout Europe is one of the sports where these types of emotions are revealed even more intense, and where some sort of suggestible behavior expectations for results and may lead to decision making with direct impact on the operations performed by investors for securities of clubs.

The aim of this work is to investigate the relationship between the behavior of prices and of the securities of the main national football clubs: Benfica, Porto and Sporting during seasons 2010/2011 e 2011/2012, and the results obtained by these clubs in national competitions. Based on historical series will evaluate the existence or not of a relationship between the behavior of investors, and their perception on the results obtained by different clubs, also analyzing the existence of a relationship with the importance of each game .

KEYWORDS

Behavioral Finance, Investment Decisions, Capital Markets

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO.....	1
1.1. ENQUADRAMENTO	3
1.1.1. Finanças Comportamentais: noções.....	5
1.1.2. Sentimento do Investidor	7
1.1.3. A importância dos resultados desportivos	9
1.2. MOTIVAÇÃO	10
1.3. OBJECTIVO PROPOSTO.....	11
1.4. ORGANIZAÇÃO DESTE TRABALHO.....	12
2. REVISÃO DA LITERATURA	14
2.1. A relação entre o desempenho desportivo e financeiro	16
2.2. A importância do desempenho desportivo e financeiro no mercado de ações..	18
2.3. O humor do investidor e o mercado de ações.....	20
3. METODOLOGIA.....	23
3.1. Procedimentos de Recolha de Dados	23
3.1.1. Leitura de Documentação	23
3.1.2. Solicitação Directa	24
3.2. Procedimentos de Análise de Dados.....	26
4. RESULTADOS E DISCUSSÃO	27
4.1 Análise do Benfica	27
4.2. Análise do Sporting	29
4.3. Análise do Porto	32
5. CONCLUSÕES	35
6. LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS	37
7. Bibliografia.....	38
8. ANEXOS.....	44

ÍNDICE DE FIGURAS E GRÁFICOS

Figura 1.1 - A função de valor hipotético	5
Figura 3.2 - Cronologia das épocas	24
Gráfico 4.1 - Relação entre o impacto dos resultados dos jogos nos adeptos do Benfica e as suas cotações.....	27
Gráfico 4.2 - Relação entre o impacto dos resultados dos jogos nos adeptos do Sporting e as suas cotações.....	30
Gráfico 4.3 - Relação entre o impacto dos resultados dos jogos nos adeptos do Porto e as suas cotações.....	32

ÍNDICE DE TABELAS E QUADROS

Tabela 3.1 - Matriz resumo dos resultados obtidos nos questionários	26
---	----

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AIM	Alternative Investment Market
BENFICA	Sport Lisboa e Benfica SAD
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
FTSE 100	Índice do Desempenho das 100 Maiores Companhias do Reino Unido em Capitalização de Mercado
HME	Hipótese de Mercado Financeiro
LPFP	Liga Portuguesa de Futebol Profissional
LSE	London Stock Exchange
NBA	National Basketball Association
PORTO	Futebol Clube do Porto SAD
RPV	Relative Points to Victory
SAD	Sociedade Anónima Desportiva
SEM	Structural Equation Modeling
SPORTING	Sporting Clube de Portugal SAD
“3 GRANDES”	Benfica SAD, Sporting SAD e Futebol Clube do Porto SAD

1. INTRODUÇÃO

“Muitas vezes é a falta de carácter que decide uma partida. Não se faz literatura, política e futebol com bons sentimentos...”

Nelson Rodrigues

Para aqueles que acreditam que um jogo de futebol é apenas “dois grupos de homens a correr atrás de uma bola”, Edmans, Garcia & Norli (2007), Kaplanski & Levy (2010a) lembram que as emoções que emanam de competições desportivas são transferidas para a vida quotidiana muitas vezes sem aviso prévio¹. Resultados de jogos de futebol são particularmente um bom tipo de informação para estudar porque, com jogos disputados à noite e nos fins-de-semana, os mercados acionistas estão fechados quando a informação chega. Isto significa que o mercado deve abrir a um novo preço, que incorpora o conteúdo de informação do resultado (Bell, Brooks, Matthews, & Sutcliffe, 2011).

O futebol é, sem dúvida, um dos desportos mais populares do mundo, com mais de 265 milhões de jogadores ativos (masculino e feminino), no ano de 2006, distribuídos por todo o mundo². Em Portugal, na época de 2008/2009 e 2009/2010, os clubes de futebol profissional geraram 300 milhões de euros de receitas. Cerca de 70% destas receitas dizem respeito exclusivamente aos clubes: Benfica, Porto e Sporting. Entre as épocas de 2000/2001 a 2009/2010 o ativo de todos os clubes que competem na primeira liga portuguesa duplicou, passando de 418 milhões para 880 milhões de euros (Universidade Católica Portuguesa & Deloitte, 2011). O aumento é explicado principalmente pela construção de novos estádios para o campeonato europeu de futebol realizado em Portugal, o Euro 2004.

A atividade desportiva aumentou os seus ativos através das receitas de “bilheteiras”, mas principalmente à custa de crédito bancário. No entanto, devido à crise internacional que ainda hoje se mantém sobre os mercados financeiros, o

¹ Consultar <http://inversionyjuego.blogspot.pt/2011/02/la-bolsa-y-el-deporte-rey.html>

² Disponível em

http://www.fifa.com/mm/document/fifafacts/bcoffsurv/bigcount.statspackage_7024.pdf

financiamento via crédito bancário torna-se mais difícil. Surge assim a Bolsa de Valores como uma alternativa de financiamento para os clubes manterem a competitividade interna. Um exemplo que demonstra bem a importância da presença nos mercados é o Sporting. O clube recorre com alguma frequência ao mercado de capitais para obter financiamento. Cotado na Bolsa Portuguesa há 14 anos, recentemente conseguiu um empréstimo obrigacionista no valor de 20 milhões de euros, elevando para 150 milhões o capital proveniente dos mercados de capitais³.

Scholtens & Peenstra (2009), Duque & Ferreira (2008) constataram com alguma evidência estatística que há uma relação entre bons resultados e boas performances em bolsa (especialmente em competições europeias) e entre maus resultados e más performances em bolsa. Para Standtmann (2006) as transferências de jogadores e renovações de contractos não afetam o preço das ações dos clubes de ambas as partes. Fotaki, Markellos & Mania (2009) descobriram que a compra de jogadores (541 jogadores), dispensar jogadores (280 jogadores) e o retorno de um jogador (601 jogadores), não afetou o preço das ações dos clubes de futebol do Reino Unido. No entanto, a venda de jogadores (672 jogadores) e enviar um jogador emprestado (680 jogadores) teve um pequeno efeito positivo sobre o preço da ação.

Benfica, Sporting e Porto são clubes em Portugal que têm as suas sociedades anónimas desportivas (SAD) cotadas em bolsa, nomeadamente na *NYSE Euronext Lisbon*. Por serem sociedades de economia aberta, podem sofrer variações nas suas ações mediante os resultados obtidos nos jogos de futebol. Os próprios adeptos que compram as ações dos clubes, por vezes muito mais por paixão do que pela obtenção de lucro, podem vender ou comprar mais ações conforme o desempenho do seu clube de eleição (Dantas, Silva, Stepan, & Oliveira, 2009).

É possível estabelecer uma diferença entre um investidor comum e o investidor do mercado acionista de futebol. Geralmente, o segundo vai oferecer os recursos que tem para o clube do qual é adepto, pela paixão de ser “dono da sua equipa” e vê-la

³ Disponível em
http://www.dn.pt/inicio/economia/interior.aspx?content_id=1920019&seccao=Dinheiro%20Vivo

competir e a ganhar títulos com a ajuda do seu investimento. Assim, a variação do preço das ações não só dependem da lei de oferta-procura mas também dos eventos desportivos. Contrariamente do mercado acionista comum, a indústria do futebol depende de fatores extraeconómicos para o sucesso ou declínio do resultado financeiro/desportivo durante um período de tempo, mais do que qualquer outro tipo de mercado (Dantas, Silva, Steppan, & Oliveira, 2009).

Face ao exposto, tal como referido por Ehrmann & Jansen (2012), o futebol é um dos eventos desportivos com maior número de adeptos, logo o mais provável de estudos, pois inúmeras pessoas seguem estes torneios. O interesse pela realização deste estudo surge através da curiosidade por saber se existe racionalidade nos investimentos em clubes de futebol, ou não, assim como o facto de entender se realmente há uma relação entre esses mesmos investidores e as ações dos clubes. Parece pertinente estudar se as ações dos principais clubes portugueses são sensíveis aos resultados obtidos nos jogos e da sua importância.

1.1. ENQUADRAMENTO

Não existe uma teoria simples que possa explicar o comportamento dos mercados financeiros. A hipótese de mercado eficiente (HME) alcançou uma posição dominante na década de 1970 e foi a proposição central de finanças durante mais de 30 anos (Friebert, 2007). Segundo Fama (1991), uma parte integrante da teoria padrão de finanças é o conceito de um mercado eficiente, a noção de que os preços dos ativos são racionais no sentido em que eles refletem adequadamente toda a informação relevante para as suas perspetivas económicas futuras. Por outro lado, Statman (1999) & Thaler (1999), defensores de finanças comportamentais, argumentam que os investidores rotineiramente e sistematicamente cometem erros cognitivos, resultando em preços que se desviam da pura racionalidade de um mercado eficiente. Uma implicação deste ponto de vista é que os eventos que alteram o humor, temperamento, confiança, ou estado físico, mental ou emocional dos investidores podem ter efeitos significativos sobre os preços dos ativos. Para Shleifer (2003) e para Shiller (2003), as finanças comportamentais aparecem como uma visão alternativa aos

mercados financeiros. Nesta visão os mercados financeiros não são eficientes, sendo esperados desvios sistemáticos e significativos de eficiência do mercado. Alguns estudiosos começaram a discutir que as anomalias e exceções de eficiência do mercado poderiam ser explicadas pela psicologia comportamental. As pessoas não são 100% racionais 100% do tempo. Isto pode ser visto em duas áreas – na atitude de pessoas face ao risco, e na forma como as pessoas avaliam as probabilidades (Brealey, Myers, & Allen, 2005).

O comportamento humano é muitas vezes inconsistente com o tipo de racionalidade que tradicionalmente tem sido assumido em finanças. Algumas investigações têm demonstrado que irracionalidade por parte dos investidores, assim como o seu humor, são derivados, por exemplo, das estações do ano, clima, luz do dia, dia da semana e ao desporto, o que significa que o desempenho desportivo provoca um forte impacto sobre o otimismo ou pessimismo de investidores individuais (Boido & Fasano, 2007). Mais importante, tem sido a demonstração de que, quando há mudanças de humor dos investidores, muda o seu comportamento económico. De acordo com Nofsinger (2005), as emoções são muito importante na tomada de decisões. Este autor refere que o clima social afeta fortemente o humor do investidor. Segundo Friberg (2007), estes estudos combinam o humor do investidor e as decisões de investimento em conjunto. Com base nesta evidência *“o mercado tem uma psicologia, mais especificamente tem um carácter. Tem pensamentos, crenças, humores, e às vezes emoções tempestuosas. A principal característica do mercado é extremo nervosismo. É cheio de esperança num momento e cheio de ansiedade no momento seguinte. Em suma, o mercado de perto assemelha-se a um investidor individual estereotipado”* (Shefrin, A Behavioral Approach to Asset Pricing, 2005, p. 496). É por todas estas evidências que Huberman & Schwert (1985) referem que os mercados são realmente bons em agregar informação. Os mercados de capitais são naturalmente uma alternativa importante de financiamento e, como tal, importa saber como reagem os investidores aos resultados dos clubes portugueses cotados em Bolsa.

1.1.1. Finanças Comportamentais: noções

A teoria das finanças comportamentais começou a desenvolver-se em 1980, tendo Kahneman & Tversky (1979) um papel central no desenvolvimento desta teoria. Por exemplo, descobriram que os indivíduos ficam muito mais stressados com as perdas do que com os ganhos. Alguns economistas concluíram que os investidores normalmente consideram a perda de 1 dólar duas vezes mais dolorosa que o prazer recebido pelo ganho de 1 dólar. Também descobriram que os indivíduos respondem de forma diferente a situações equivalentes dependendo se ela é apresentada no contexto de perdas ou de ganhos. Os autores experimentalmente mostram que a racionalidade nem sempre governa a escolha. Pelo contrário, em algumas situações as pessoas tomam decisões irracionais e fazem escolhas que contradizem a hipótese do investidor racional. Como pode ser visto a partir da figura 1.1 as pessoas não dão a mesma importância aos ganhos e às perdas. Esta tendência de exagerar a importância relativa das perdas é chamada de aversão à perda (Kahneman & Tversky, 1979).

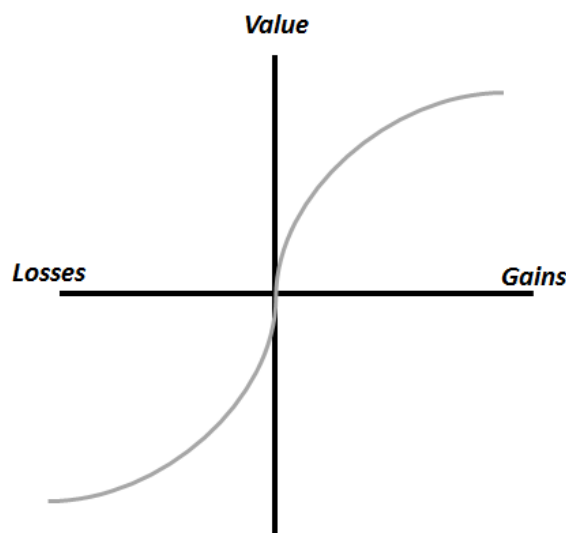


Figura 1.1 - A função de valor hipotético

(Fonte: Prospect Theory: an Analysis of Decision Under Risk, Kahneman & Tversky (1979))

Para Shefrin (2005), as pessoas também estão dispostas a assumir mais riscos para evitar perdas do que para realizar ganhos. Confrontados com a certeza do ganho, a maioria dos investidores torna-se avessa ao risco, mas confrontados com a certeza da perda, os investidores tornam-se tomadores de risco.

No entanto, para Brealey, Myers & Franklin (2006) muitos investigadores teorizam que a tendência de jogar e correr riscos desnecessários é uma característica básica do ser humano. Entretenimento e ego parecem ser algumas das motivações para a tendência das pessoas para assumir riscos. As pessoas também tendem a lembrar os seus sucessos, mas não os seus fracassos. O ser humano não gosta de cometer erros, mas ninguém é infalível. Existem uma variedade de reações irracionais por investidores individuais que são estudadas pela teoria das finanças comportamentais. Sendo uma teoria baseada em conceitos e modelos desenvolvidos no domínio da psicologia cognitiva, permite explicar reações observadas na série de preços (Boido & Fasano, 2007).

Finanças comportamentais é o estudo da falibilidade humana nos mercados competitivos e examina o que acontece com os preços, e outras dimensões do desempenho do mercado, quando os diferentes tipos de investidores negociam uns com os outros (Shleifer, 2003). Um tema de interesse em finanças comportamentais é a possibilidade de que o sentimento do investidor possa ter qualquer influência sobre os retornos dos ativos (Vieira, 2012). Segundo Shleifer (2003), assim como um estudo da falibilidade humana em mercados competitivos, a teoria das finanças comportamentais repousa em dois fundamentos principais. O primeiro é a arbitragem limitada, que sugere que a arbitragem em títulos de mercados do mundo real está longe de ser perfeito. Muitos títulos não têm substitutos perfeitos ou mesmo bons, o que torna a arbitragem fundamentalmente arriscada. Mesmo se bons substitutos estão disponíveis, a arbitragem continua a ser arriscada e complicada. O segundo fundamento das finanças comportamentais é o sentimento dos investidores, a teoria de sentimento do investidor poderá ajudar a realizar previsões mais fiáveis sobre o comportamento dos preços.

1.1.2. Sentimento do Investidor

Um conjunto pioneiro e bem conhecido de estudos de sentimento e retornos agregados apareceu na década de 1980. Eles foram amplamente “ateóricos”, testando as várias formas de como o mercado de ações como um todo poderia ser mal interpretado em termos de preço (Baker & Wurgler, 2007).

Sentimento dos investidores tem sido um tema de interesse na literatura de finanças nos últimos anos, e o debate sobre os seus efeitos e relevância continuam a existir. A literatura sobre o sentimento dos investidores ainda é muito recente, e ainda há muito para ser descoberto e aprendido sobre o papel do sentimento do investidor nos mercados financeiros. Os primeiros artigos desenvolveram *proxies* do sentimento e mostraram que as ações se tornaram sobreavaliadas (subavaliadas) durante períodos de sentimento alto (baixo) o que leva a retornos previsíveis subsequentes (Lemmon & Portniaguina, 2006; Baker & Wurgler, 2006; Qiu & Welch, 2004).

Para Shefrin (2005) o conceito de sentimento é um processo estocástico que descreve o erro global do mercado. O termo sentimento é sinónimo de erro, quer ao nível do investidor individual ou ao nível do mercado. O sentimento, por vezes, tem uma estrutura simples, como quando os investidores são uniformemente otimistas ou pessimistas. No entanto, quando os investidores apresentam uma considerável heterogeneidade, o sentimento é tipicamente complexo. Os teóricos da avaliação comportamental de ativos frequentemente modelam o sentimento como uma variável escalar, examinada como a tendência para a média de uma distribuição particular.

Para De Long, Shleifer, Summers & Waldmann (1990) os investidores estão sujeitos ao sentimento, podendo definir o sentimento geral dos investidores como as crenças sobre os fluxos de caixa futuros ou taxas de desconto que não são suportados por evidências fundamentais (Lemmon & Portniaguina, 2006; Baker & Wurgler, 2006). De acordo com Shefrin (2005) o conceito sentimento mede o grau de otimismo ou

pessimismo excessivo entre os investidores. No entanto, o sentimento é mais complexo que isso. Para o autor o conceito de sentimento distingue a abordagem comportamental na avaliação de ativos da abordagem tradicional. Os defensores da finança comportamental tratam o sentimento como um principal determinante dos preços de mercado, surgindo de erros sistemáticos que os investidores cometem.

Para descrever investidores cujas preferências e crenças seguem as evidências psicológicas mais do que o modelo económico normativo, um certo número de conceitos que têm sido utilizados. Os investidores que não se comportam racionalmente de acordo com o modelo normativo são descritos como pouco sofisticados ou negociantes de "ruído" (Shefrin, 2005). Para Shiller (2003) o sentimento do investidor espelha o julgamento comum sobre erros feitos por um número substancial de investidores, mais do que erros aleatórios não correlacionados.

Avery & Chevalier (1999) mostraram que o sentimento dos investidores também se aplica no desporto. Eles descobriram que os apostadores sentimentais podem afetar os preços nos mercados de apostas de futebol. Bizman & Yinon (2002) examinaram a autoestima e emoções, após uma derrota ou vitória da equipa favorita. Eles mediram o estado da autoestima e as respostas emocionais de fãs de basquete quando estes saíram do campo após a sua equipa ter ganho ou perdido um jogo oficial, concluindo que os fãs tendem a associar-se mais com a equipa após o sucesso desta que depois de uma derrota. Para Kahneman & Tversky (1979) há evidências de uma grande reação no mercado assimétrico aos resultados de jogos: alterações do preço das ações após as perdas são substancialmente maiores em magnitude do que a seguir às vitórias.

Edmans, Garcia & Norli (2007) introduziram uma nova variável de humor para investigar os efeitos do sentimento do investidor sobre os preços de ativos. Eles argumentaram que uma variável de humor tem de satisfazer três características fundamentais para estudar a sua relação com os retornos de ações. Em primeiro lugar, a variável deve representar o humor de uma forma substancial e inequívoca, de modo que seu efeito é poderoso o suficiente para se refletir nos preços dos ativos. Em

segundo lugar, a variável tem impacto sobre o ambiente de uma grande proporção da população, de modo que seja suscetível de afetar investidores suficientes.

Boido & Fasano (2007) tinham como objetivo verificar se os resultados de futebol possuem impacto suficiente sobre o humor para justificar uma reação nos preços das ações. Eles analisaram três equipas de futebol italiano: *Roma*, *Lazio* e *Juventus*, que estavam cotados na bolsa desde 2000. O seu objetivo era demonstrar se havia uma ligação entre o humor e os retornos das ações com base no desempenho da equipa e os eventos especiais relativos às equipas de futebol italiano. Os resultados do estudo mostraram que o preço médio / retorno após as vitórias é superior em relação ao preço / retorno médio seguido de derrotas.

1.1.3. A importância dos resultados desportivos

O futebol foi sempre alvo de estudos a partir do momento em que este desporto passou de um simples entretenimento de fim-de-semana para um mercado globalizado com grandes relevâncias monetárias inerentes à compra/venda de jogadores, patrocínios de multinacionais, participações em campeonatos nacionais e internacionais. É notório o facto de que os clubes não se mantêm apenas com o lucro obtido das vendas dos seus jogadores e precisam de outras formas de receita para se poderem sustentar e promover “um bom serviço” para o seu público (adeptos) (Dantas & Boente, 2010).

A partir da década de 1970 aconteceu um processo de mudanças dentro do futebol. De acordo com Silva, Teixeira & Niyama (2009) o desporto tem vindo a sofrer um profundo processo de transformação ao longo dos anos. Se antigamente o desporto era tratado como uma actividade de entretenimento com o único intuito de difundir a prática desportiva, actualmente tornou-se uma grande oportunidade de negócio.

Alguns autores destacam a importância dos resultados desportivos como determinante nas flutuações dos preços nos clubes de futebol. Embora a maioria dos autores se tenha focado no mercado de ações dos clubes ingleses. Edmans, Garcia & Norli (2007) mostram que os jogos de futebol internacionais têm impacto nos índices

das acções nacionais, através do humor dos investidores, por sua vez, Bernile & Lyandres (2011) apresentam um estudo sobre o impacto sobre as acções dependendo das performances desportivas em clubes Europeus.

Bell, Brooks, Matthews & Sutcliffe (2003), Palomino, Renneboog & Zhang (2009), Renneboog & Vanbrabant (2000), Duque & Ferreira (2008), Berument, Ceylan & Ogut-Eker (2009), Standtmann (2006), Bernile & Lyandres (2011), são estudos que tendem a convergir para a conclusão de que ganhar em campo provoca um aumento significativo do valor das acções do clube de futebol, enquanto os empates e as derrotas incorrem em queda significativa. Segundo estes autores os resultados desportivos têm um impacto significativo no preço das acções dos clubes de futebol, pois segundo eles os resultados desportivos determinam os próximos resultados financeiros.

1.2. MOTIVAÇÃO

O desporto tem uma grande influência na vida das pessoas. O desporto é jogado ou visto pela maioria da população mundial, tendo deixado de ser um passatempo amador e passando a ser vivido como uma indústria significativa, ou seja, atrai imensas audiências e tem grande influência económica e poder, atingindo países e comunidades (Hoye, Smith, Westerbeek, Steward, & Nicholson, 2006).

Factores ambientais e individuais influenciam em como, e em que medida, as pessoas se tornam envolvidas e comprometidas com o desporto. Quanto mais envolvido está em determinado desporto, maior é a desilusão se a performance da equipa apoiada for má, e maior será a alegria se a equipa tiver uma boa performance (Mullin, Hardy, & Sutton, 2000). Os resultados desportivos refletem fortes efeitos a nível da saúde. Segundo Carrol, et al.(2002) pode causar ataques cardíacos⁴, homicídios (White, 1989), suicídios (Trovato, 1998) e tumultos (Wann, Melnick, Russel, & Pease, 2001). Por fim, afeta uma grande proporção da população relevante (French & Poterba, 1991).

⁴ Segundo Carrol, et al., (2002), verificaram que os ataques cardíacos aumentaram 25% durante a Copa do Mundo no período de três dias em 1998, o dia em que a Inglaterra perdeu com a Argentina no World Cup a penalties.

Milhões de pessoas ao redor do mundo são fanáticas por futebol – muito mais do que aqueles que sofrem de transtorno afetivo sazonal⁵.

A teoria das finanças comportamentais tenta fazer entender e explicar como as emoções e os erros cognitivos influenciam os investidores e o processo de tomada de decisão. Muitos investigadores acreditam que o estudo da psicologia e outras ciências sociais podem lançar visibilidade considerável sobre a eficiência dos mercados, bem como explicar anomalias dos mercados de ações e falhas no mercado. Acreditam também que essas falhas dos seres humanos são consistentes, previsíveis e podem ser exploradas com fins lucrativos. O interesse por este tema surge com o facto de poder haver uma correlação entre o papel relevante que o futebol desempenha na vida das pessoas, os resultados dos jogos, o sentimento dos investidores e, conseqüentemente, o retorno do mercado. De acordo com De Long, Shleifer, Summers & Waldmann (1990), Shleifer & Summers (1990), Shleifer & Vishny (1997), o mercado é composto por investidores cujas escolhas são afetadas, entre outras coisas, pelo humor e sentimentos irracionais dos investidores, logo, os acontecimentos desportivos são o cenário ideal para a deteção de tais reações emocionais.

A forte constatação que os autores referem na ligação entre os resultados desportivos e o retorno das ações, relacionando o sentimento do investidor para esse efeito, levou à motivação da realização deste trabalho. Estudar a evidência de que os resultados de futebol têm um forte efeito sobre o humor, assim como este tem um efeito nas decisões de investimento nas ações desses clubes, pareceu-nos pertinente e interessante.

1.3. OBJECTIVO PROPOSTO

A maioria da teoria financeira é baseada na noção de que os indivíduos agem racionalmente e consideram todas as informações disponíveis no seu processo de tomada de decisão. Comportamento irracional e erros repetidos de julgamento e

⁵ Disponível em http://web.mit.edu/gsc/www/news-events/gsn/2005_12_december/GSN2005-12-web.pdf

tomada de decisão têm sido documentado em alguns estudos académicos. Padrões repetidos de irracionalidade, inconsistência e incompetência são reveladas nas formas humanas fazendo escolhas e decisões quando eles são confrontados com a incerteza (Bernstein, 1996).

O futebol é um dos desportos mais populares do mundo e com maior número de adeptos. Inúmeras pessoas seguem estes torneios que movimentam a nível mundial enormes quantias de dinheiro difíceis de ser alcançadas por outro desporto, tendo impacto nas economias nacionais - segundo Edmans, Garcia & Norli (2007) a eliminação da seleção nacional de uma grande competição internacional leva, em média, a uma perda de 38 pontos base no principal índice de referência de mercado desse país.

O objetivo deste trabalho é analisar a reação do mercado de ações para as súbitas mudanças de humor dos investidores. Iremos estudar a relação existente entre o comportamento das cotações dos títulos do Benfica, Porto e Sporting, assim como os resultados obtidos por estes clubes nas competições nacionais.

1.4. ORGANIZAÇÃO DESTE TRABALHO

A presente dissertação está organizada em seis capítulos.

Neste primeiro capítulo, apresenta-se a introdução ao tema onde é feita uma análise ao que vamos estudar e à sua importância. Identificam-se conceitos, traçam-se objetivos, justifica-se a motivação para o seu desenvolvimento e apresenta-se finalmente a organização deste trabalho.

No segundo capítulo é apresentada a revisão da literatura, onde se referem outros estudos sobre a relação existente entre o comportamento das cotações e os resultados dos clubes.

No terceiro capítulo encontra-se a metodologia utilizada para encontrar respostas à questão em estudo.

No quarto capítulo são apresentados e analisados os resultados que foram obtidos com esta dissertação.

No quinto capítulo, são apresentadas as conclusões retiradas do presente estudo.

No sexto capítulo, e último, são identificadas as limitações existentes à realização do presente estudo, assim como recomendações futuras.

Na bibliografia estão indexadas as referências bibliográficas utilizadas na elaboração desta dissertação.

2. REVISÃO DA LITERATURA

*“O futebol não é uma questão de vida ou de morte.
É muito mais importante que isso...”*

Bill Shankly

O futebol está estabelecido como o jogo mais popular na Terra. No final dos anos 80 e início dos 90, com a introdução da *Premiership* em Inglaterra, um número considerável de clubes tornaram-se sociedades anónimas, emitindo ações para compra pelos investidores e fãs. O futebol desenvolveu uma crescente importância económica nas últimas duas décadas, demonstrado por um aumento da presença no mercado de capitais e do rápido crescimento (especialmente *on-line*) das apostas sobre os resultados de jogos. Essa importância económica foi definida e destacada no trabalho realizado por Dobson & Godbard (2001).

O futebol representa para o mundo um grande mercado devido à grande difusão de praticantes e da quantidade de adeptos que existem neste desporto (Dantas & Boente, 2010). Fora da América do Norte, o futebol é o desporto mais popular, e a Copa do Mundo é o evento desportivo mais importante (Kaplanski & Levy, 2010b). Por exemplo, em 2006 foi apresentado um relatório pela Companhia *Hudson*⁶, onde 70% dos homens e 62% das mulheres que residem na Inglaterra, disseram que a chegada da Copa do Mundo de 2006 teria um impacto nas suas vidas profissionais. A importância da Copa do Mundo também se reflete na vasta cobertura dos meios de comunicação, a enorme audiência da televisão e o grande interesse que pode ser visto a partir de atividades relacionadas, tais como clubes de fãs, venda de mercadorias, o envolvimento dos políticos (Kaplanski & Levy, 2010b). Segundo o mesmo relatório, a Copa do Mundo de futebol captura a paixão e a imaginação da nação, mesmo entre aqueles que normalmente não professam nenhum interesse no futebol. É um evento que incentiva a inclusão social e agarra a atenção das pessoas.

⁶ O relatório pode ser encontrado em http://www.sirc.org/publik/sport_and_the_workplace.pdf

Duque & Ferreira (2008) estudaram, no período compreendido entre 1998 e 2003, dois clubes portugueses - Sporting e Porto, visto que no período referido eram os únicos cotados em bolsa. O que fizeram de novo foi a introdução de uma variável que mede o sucesso desportivo. Foi considerado por hipótese que uma vitória num jogo no início do campeonato deveria ter um efeito diferente (mais fraco) nas ações que uma vitória mais perto do final, com a equipa na liderança do campeonato ou a perseguir o líder. A variável "*relative points to victory*" (RPV) mede a diferença em termos de números de pontos do clube para o que o persegue (se for líder) ou do clube para o líder (se o estiver a perseguir). Os autores do estudo mostraram que as ações são sensíveis a alterações no RPV uma vez que têm tendência a se valorizarem quando a diferença no RPV aumenta e a desvalorizarem quando a diferença diminui. Os autores concluíram que existe uma correlação moderada entre o retorno das ações e o desempenho desportivo e financeiro do clube.

Palomino, Renneboog & Zhang (2005) estudaram não só os retornos anormais resultantes do desempenho desportivo, mas também as probabilidades das apostas que incorporam expectativas em relação a desempenhos futuros. O estudo analisou cerca de 16 equipas inglesas durante o período entre 1999 e 2002. Foram encontrados retornos anormais estatisticamente significativos, apesar do mercado ter tendência para incorporar no preço mais rapidamente as boas notícias (vitórias) do que as más notícias (derrotas). O trabalho mais extenso em termos do número de clubes foi realizado por Scholtens & Peenstra (2009). A grande novidade neste estudo foi ter sido a clubes internacionais e não apenas a um país. Os autores analisaram as reações de vários mercados aos jogos de futebol de equipas internacionais. Os países estudados foram Alemanha, Dinamarca, Escócia, Holanda, Itália, Portugal e Turquia. A metodologia clássica de estudo de eventos foi a utilizada para analisar 1247 jogos de várias equipas de futebol. Os resultados apresentados apontam para que uma vitória conduza, em média, a retornos anormais de 0,36%. No que refere a uma derrota e empate conduzem a retornos anormais de -1,41% e -1,10%, respetivamente.

2.1. A relação entre o desempenho desportivo e financeiro

Nos últimos anos, vários estudos internacionais têm examinado o impacto económico de eventos desportivos, especialmente para encontrar possíveis vínculos entre o desempenho de equipas desportivas nacionais e preços das ações. Os resultados são geralmente mistos: enquanto alguns estudos indicam uma ligação muito forte, outros têm encontrado relações fracas ou estatisticamente insignificantes (Smith & Krige, 2010).

Há evidências empíricas para apoiar uma forte ligação entre os resultados desportivos e receitas do clube. Szymanski & Kuypers (2000) demonstraram que as receitas dos clubes ingleses estão em grande parte determinadas pela posição do campeonato, enquanto Bernile & Lyandres (2011) concluíram que ganhar a Liga dos Campeões e a Taça UEFA tem um efeito positivo nos retornos. Barajas, Fernandez-Jardon e Crolley (2005) mostraram que, para os clubes de futebol espanhóis, o sucesso em campo tem um efeito positivo sobre as receitas do clube.

Pesquisadores da área de finanças comportamentais têm cada vez mais concluído que os investidores podem de facto ser influenciados por considerações aparentemente não-económicas, como alterações de humor e outras disposições psicológicas. Os resultados destes estudos indicam que os movimentos dos preços das ações podem, pelo menos em parte, ser atribuído a tais fatores. Em linha com este pensamento, e também porque a importância económica do desporto tem aumentado em todo o mundo, os investigadores começaram a estudar em que medida os resultados de eventos desportivos nacionais podem influenciar os preços das ações (Smith & Krige, 2010).

Quando o desempenho desportivo tem impacto nos preços das ações de um clube de futebol, Boido & Fasano (2007) distinguem dois canais de transmissão. Para estes autores primeiro há o canal emocional - o sentimento do investidor desempenha um papel fundamental na determinação das suas decisões de investimento. De acordo com Stracca (2004), é plausível que alguns fatores emocionais desempenhem um papel importante na definição dos preços de mercado financeiro. Especialmente os

estados emocionais associados a “sensação boa” ou “sentir-se mal” podem ser importantes na medida em que influenciam a formação de expectativas. Um segundo impacto no desempenho financeiro é impulsionado por lucros potenciais ou reais devido ao desempenho do sucesso desportivo. Isto pode ser considerado como um efeito mais padrão: os consumidores tendem a comprar bens e serviços que eles gostam mais baseados na capacidade do produto para satisfazer as suas necessidades. Os autores referem que os jogos de futebol não são peças de teatro, as necessidades do consumidor como um fã não consistem simplesmente em assistir ao jogo, mas em ver a sua equipa vencer a partida (Boido & Fasano, 2007).

Pode haver muitos indicadores de desempenho de futebol: assistência durante as competições internacionais, o número de títulos conquistados pelos clubes, *rankings* fornecido por ligas nacionais de futebol, entre outros, mas o mais óbvio são os golos marcados durante os jogos que vão refletindo o resultando final. Este indicador é facilmente obtido, pois é público e é atualizado com frequência. De facto, um clube de grande dimensão pode jogar até duas vezes por semana, em competições nacionais ou internacionais, e isso é importante para os autores quando se compara o desempenho desportivo com o desempenho financeiro, porque podem verificar imediatamente, por exemplo, se o efeito emocional de uma vitória tem um impacto relacionado com as cotações das ações (Boido & Fasano, 2007).

Falter, Pérignon & Vercruysse (2008) concluíram que as escolhas de consumo são influenciadas pelo desempenho desportivo, visto que, se o resultado for negativo, haverá uma reação negativa na procura do consumidor. Os autores consideraram experiências baseadas num dos mais importantes eventos desportivos do mundo: o Campeonato Mundial de Futebol (vencida pela França em 1998). Os autores identificaram o período após a conquista do troféu como um período de grande alegria para o país vencedor. Também mostraram que o sentimento do consumidor é um fator determinante da procura por qualquer bem ou serviço, e referem que há uma clara influência do clima positivo no comportamento do consumidor.

2.2. A importância do desempenho desportivo e financeiro no mercado de ações

Um pouco mais de 40 clubes de futebol em toda a Europa aventurou-se no mercado de ações desde 1983, sendo *Tottenham Hotspurs* o primeiro clube a se ter lançado no mercado de acções. Desde então, dezenas de clubes europeus, principalmente ingleses, também têm experimentado lançar as suas acções no mercado, sendo o auge no número de clubes de capital aberto entre 1999 e 2003 (Aglietta, Andreff, & Drut, 2010).

Um dos primeiros estudos sobre o efeito dos resultados desportivos de uma equipa sobre o preço das ações foi para o *Boston Celtics*, uma equipa de basquetebol americana, realizado por Scherr, Abbott & Thompson (1993). Eles descobriram que o preço das ações do clube subiu nas vitórias e caiu nas derrotas, especialmente durante o final do campeonato. Também Brown & Hartzell (2001) estudaram o impacto dos resultados desportivos nas ações de um clube, através do desempenho do mesmo clube na *National Basketball Association* (NBA) e da consequente reação que as ações tiveram. Em 2003 foi feito um estudo na Inglaterra, onde se descobriu uma forte associação entre o desempenho dos clubes de futebol Inglês e mudanças diárias no índice FTSE 100 da Bolsa de Londres. Verificaram-se movimentos ascendentes do índice nas vitórias das equipas nacionais, ao contrário das derrotas que levaram a movimentos descendentes (Smith & Krige, 2010). Berument, Ceylan & Gozpınar (2006) verificaram a existência de uma relação positiva entre o retorno de ações e o desempenho desportivo de um grande clube turco (*Besiktas*) contra rivais estrangeiros. Aglietta, Andreff & Drut (2010) referem que o objectivo principal de um clube de futebol é o seu desempenho desportivo.

De acordo com o estudo de Boido e Fasano (2007), o retorno das ações de clubes italianos calculados após uma vitória é maior em comparação com a situação quando o clube perde. Assim, este estudo mostra que os investidores tomam decisões na gestão das suas carteiras de investimento em função dos resultados desportivos. Ganhar jogos e competições ajuda a mudar as expectativas dos investidores dos clubes

desportivos. O sucesso em campo pode levar a maiores receitas de publicidade, aumento de vendas de produtos de *merchandising*, uma maior conscientização da marca, ou seja, uma maior capacidade para criar valor para os investidores. Além disso, os resultados desportivos influenciam o estado de espírito dos investidores (Edmans, Garcia, & Norli, 2007) causando reações humanas que levam a sentimentos de otimismo ou pessimismo. Isto está de acordo com os temas estudados em finanças comportamentais sobre fatores emocionais que podem influenciar a formação de expectativas sobre os preços dos ativos. Por conseguinte, o efeito no comportamento psicológico dos investidores leva à compra ou venda de ações nas empresas desportivas, especialmente em países como a Inglaterra (Samagaio, Couto, & Caiado, 2009). Renneboog e Vanbrabant (2000) analisaram 17 clubes de futebol britânicos por três temporadas, e investigaram se os preços das ações de clubes de futebol ingleses cotados na *London Stock Exchange* (LSE) e na *Alternative Investment Market* (AIM) são influenciados semanalmente pelas performances desportivas.

Num estudo recente, Ehrmann & Jansen (2012) mostram que o volume de negociações em 15 bolsas internacionais caiu significativamente durante os jogos da Copa do Mundo 2010, especialmente quando a equipa nacional foi um dos concorrentes. Amir & Livne (2005) analisaram 24 clubes cotados, e mostraram que as vitórias estão associadas com um aumento de preços, e as derrotas com uma queda de preços das ações. Os dados sobre o Sporting e Porto foram examinados por Duque & Ferreira (2008) por cinco temporadas. Descobriram que uma vitória para o Sporting levou a um aumento no preço das acções, enquanto que um empate ou derrota levou a uma queda de preços. Fotaki, Markellos & Mania (2009) estudaram 15 clubes do Reino Unido para sete temporadas e mostraram que ganhar levou a um aumento de preços, e derrota a uma queda de preços. Também Renneboog & Vanbrabant (2000), Palomino, Renneboog & Zhang (2009), Bell, Brooks, Matthews & Sutcliffe (2011), descobriram que ações dos clubes de futebol são fortemente afetadas pelos resultados desportivos. Edmans, Garcia & Norli (2007) encontraram uma forte associação entre os resultados de jogos de futebol importantes e os retornos das ações. Eles encontraram efeitos assimétrico de que as derrotas têm um impacto negativo significativo no

mercado dos países perdedores, mas as vitórias não têm um efeito significativo nos mercados dos países vencedores.

Samagaio, Couto & Caiado (2009) estudaram a existência de alguma ligação entre a performance financeira, desportiva e bolsista. Para tal, utilizaram uma metodologia econométrica chamada “*structural equation modeling*” (SEM), usada para especificar modelos de regressão complexos. O estudo foi realizado a equipas que tenham estado durante 12 épocas na primeira liga inglesa. Concluíram que existe a possibilidade de haver uma reação negativa nos mercados à derrotas nos jogos internacionais, podendo chegar, em termos mensais, a 7% de retornos anormais. Os autores chamam a este efeito de “*loss effect*” e encontra-se mais presente na Europa Ocidental, onde o futebol tem maior importância no panorama desportivo. Os autores concluíram também que nos jogos internacionais de *rugby*, *cricket* ou basquetebol as vitórias parecem não ter reacções significativas neste tipo de desportos. Palomino, Renneboog & Zhang (2009) mostram mesmo que os investidores no futebol britânico devem utilizar as informações do mercado de apostas para implementar estratégias de curto prazo de ações, porque as probabilidades das apostas são particularmente precisas (exatas) para prever os resultados dos jogos.

2.3. O humor do investidor e o mercado de ações

Para Edmans, Garcia & Norli (2007) existem evidências extensas que o desporto, de um modo geral, tem um efeito significativo sobre o humor, sendo o futebol o desporto com maior impacto nas reacções de humor nos seus adeptos. Ashton, Gerrard & Hudson (2003) referem que um resultado positivo nas equipas de futebol reflete nos adeptos um humor e estado de espírito positivo.

O futebol é importante para a sociedade e para a moral, na medida em que quando as equipas ganham os adeptos ficam contentes e satisfeitos. Por outro lado, quando perdem ficam insatisfeitos e tristes, o que significa que o mercado de capitais sofre de volatilidade - sobe e desce conforme o humor dos investidores (adeptos dos clubes de futebol) (Berumenta, Ceylanb, & Gozpinara, 2006). Saunders (1993), Hirshleifer & Shumway (2003), Kamstra, Kramer & Levi (2003), mostram que fatores não

económicos, tais como o humor dos investidores estão significativamente relacionados com o retorno de capitais. Kamstra, Kramer & Levi (2003) constataram que os retornos do mercado estão em média mais baixos no Outono e Inverno do que na Primavera e Verão. Eles caracterizam este acontecimento como o início do transtorno afetivo sazonal, ou seja, um transtorno depressivo associado com o declínio das horas do dia. Eles acham este efeito especialmente forte nos países nórdicos. Os autores concluíram que por causa da falta de luz do sol as pessoas podem ficar mais deprimidas, o que reduz o bom humor e a vontade de investir. Se os investidores perceberem isso de antemão, eles poderiam prever as escolhas que poderiam fazer. Da mesma forma Kaplanski & Levy (2010b) mostram que a informação, por parte dos meios de comunicação, de um acidente de viação, por exemplo, afeta o sentimento do investidor, que por sua vez afeta o preço de mercado.

Hirshleifer & Shumway (2003) investigaram se o clima tem um efeito sobre os preços das ações. Eles examinaram se a luz do sol poderia levar ao bom humor, o que poderia levar a retornos positivos. O impacto do clima sobre o humor tem sido estudado por décadas, e os estudos têm mostrado que o sol afeta de forma positiva o humor. Na sua pesquisa, os autores mostraram que há uma correlação positiva entre o sol e o mercado de ações. Por outro lado, o mau tempo, tal como a chuva e neve, não têm um impacto sobre os retornos das ações.

Kahneman & Tversky (1979), Brown & Hartzell (2001), Edmans, Garcia & Norli (2007), Palomino, Renneboog & Zhang (2009), Bernile & Lyandres (2011), verificaram que a reação do mercado aos resultados dos jogos é claramente assimétrica: existe relação do preço das ações após as perdas, que são substancialmente maiores em magnitude do que a seguir às vitórias. De acordo com Brown & Hartzell (2001), Edmans, Garcia & Norli (2007), Bernile & Lyandres (2011), o que pode causar esta reação assimétrica do mercado é o otimismo dos investidores. No entanto, os resultados de Boido & Fasano (2007) contradizem esta reação do mercado assimétrico. Eles analisaram o impacto dos resultados do futebol italiano nos preços das ações, e concluíram que a reação de preços nas vitórias é maior do que a reação média seguida de derrotas. Também para

Bell, Brooks, Matthews & Sutcliffe (2011) os resultados de futebol podem afetar os preços das ações através do humor, confiança e o estado emocional dos investidores. Por exemplo, depois de uma vitória, os adeptos podem tornar-se mais otimistas, mais confiantes nas suas habilidades, e menos avessos ao risco, tornando-os mais dispostos a comprar ações de risco, com efeitos contrários após uma perda (Kaplanski & Levy, 2010a). Markman & Hirt (2002), Wann, Melnick, Russel & Pease (2001) referem que se os adeptos de futebol estimarem que a sua equipa vai ganhar, pode-se encontrar uma reação maior no preço das ações após as derrotas que após as vitórias.

3. METODOLOGIA

“Aprender é a única coisa de que a mente nunca se cansa, nunca tem medo e nunca se arrepende.”

Leonardo Da Vinci

Na investigação desenvolvida nesta dissertação utilizou-se a metodologia do estudo de caso. A escolha por esta estratégia de investigação deve-se aos vários motivos apresentados por Yin (2008):

- A questão de investigação – “ **Como** se relaciona o mercado de ações no futebol com as súbitas mudanças de humor dos investidores?”;
- A ocorrência de acontecimentos está interligada com o contexto envolvente, ou seja, não se pode desassociá-los do ambiente em que estão inseridos, neste caso, um evento desportivo, pois ajuda a explicar a sua ocorrência;
- O investigador não tem controlo no desenrolar dos acontecimentos, apenas os observa e/ou recolhe informação sobre os mesmos, não influenciando o seu comportamento;
- A questão de investigação concentra-se em acontecimentos contemporâneos e não históricos.

3.1. Procedimentos de Recolha de Dados

O processo de recolha de dados utilizou dois métodos: leitura de documentação e solicitação direta dos dados em análise.

3.1.1. Leitura de Documentação

Em estudos de caso, a leitura de documentação é utilizada com o principal objetivo de comprovar informação obtida por outras técnicas de recolha. Por outro lado, caso a informação contida nos documentos venha a opor-se a toda a informação que foi analisada antecipadamente, o investigador pode ser motivado a realizar uma pesquisa mais detalhada, de modo a tentar perceber a divergência existente. Poderá acontecer

que a documentação estudada contenha informação que faça com que o investigador conclua por si só, sendo importante que ele verifique se realmente é como ele está a pensar através de outras técnicas (Yin, 2008).

Para este estudo de caso, a documentação utilizada foram artigos científicos que envolvessem mercado de capitais e resultados desportivos, assim como a pesquisa na internet de trabalhos sobre o mesmo tema.

3.1.2. Solicitação Directa

As empresas sobre as quais recai este estudo são clubes de futebol. Foram escolhidos 3 clubes cotados em bolsa – Benfica, Sporting e Porto – entre 21 de Agosto de 2010 e 5 de Maio de 2012. Para a realização deste trabalho foi necessária a obtenção dos dados das cotações e dos clubes.

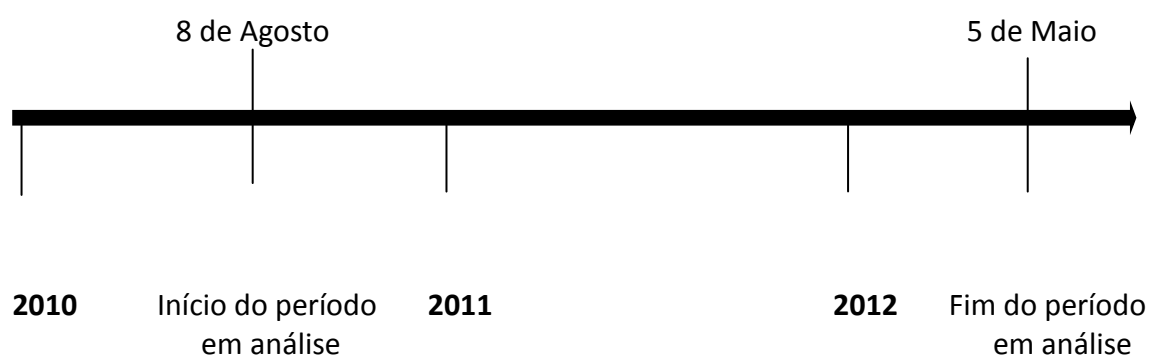


Figura 3.2 - Cronologia das épocas

(Fonte: Elaboração Própria)

3.1.2.1. Dados das Cotações

Em Maio do corrente ano o Departamento de Apoio ao Investidor e Comunicação, da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) facultou, os *links* necessários para a obtenção da informação da estatística da evolução da cotação das ações do Benfica SAD, do Sporting SAD e do Porto SAD, que iremos considerar como os “3 grandes”. Foi através do *website* do grupo *Euronext* que se obteve todos os valores

durante o período estudado. Como só é possível aceder aos dois últimos anos, o presente trabalho incide em duas épocas (2010/2011 e 2011/2012). Os valores utilizados foram os obtidos nas sextas feiras antes da realização do jogo, e os das segundas feiras após a realização dos mesmos. Analisámos as oscilações dos preços das ações após o fim de semana, visto ser quando se efetuam os jogos de futebol da Liga Zon Sagres.

3.1.2.2. Dados dos Clubes

Após analisados os dados das cotações retirou-se do *site* da Liga Portuguesa de Futebol Profissional (LPFP) os resultados dos jogos nacionais dos clubes em estudo durante o mesmo período, totalizando 174 eventos. Esta informação permitiu-nos saber exatamente quais foram os resultados obtidos semanalmente de cada uma das equipas ao longo das épocas 2010/2011 e 2011/2012.

É necessária uma definição prévia dos parâmetros utilizados. O evento a estudar é o resultado final dos vários jogos de futebol da Liga Zon Sagres dos “3 grandes” durante as épocas referidas anteriormente. Os 3 resultados possíveis são vitória, que iremos designar por “V”, empate, designado por “E” e derrota, designado por “D”. Para conseguirmos obter dados mais concretos retirou-se informação da LPFP se os jogos tinham sido realizados em casa, designado por “C”, ou fora, designado por “F”.

Também considerámos relevante saber se o resultado final dos jogos foi com clubes considerados pequenos, designado por “P”, ou com clubes grandes “G”, sendo que estes consideramos os “3 grandes”, de modo a aprofundar se o impacto no preço das acções é maior ou menor quando se realizam jogos de grande “tensão”, como é o caso de partidas disputados entre o Benfica, Sporting e Porto.

Para avaliarmos o impacto resultante nas cotações, comparámos o valor de fecho no dia antes de um jogo e o valor de abertura no dia após esse mesmo jogo, pois segundo Bell, Brooks, Matthews e Sutcliffe (2011) o mercado deve abrir a um novo preço. Considerámos uma escala entre -1 e 1 para as variações de preço das ações. Oscilações positivas entre o valor de fecho e o valor de abertura traduz-se no aumento do preço

das cotações, logo considerámos 1, caso contrário considerámos -1. Se o valor de fecho corresponde ao valor de abertura das cotações seria zero.

3.2. Procedimentos de Análise de Dados

Para a análise de dados foi utilizada uma matriz com base em questionários (anexo 1) realizado a 21 pessoas de ambos os sexos, onde a amostra são sete adeptos de cada um dos três clubes em questão. Através desses questionários realizou-se uma matriz que avalia o impacto dos três resultados possíveis das equipas quando os jogos se realizam em casa/fora com um clube grande/pequeno.

		Localização			
		C		F	
Dimensão		G	P	G	P
Resultados	V	2	0	3	1
	E	-2	-1	1	0
	D	-3	-2	-2	-1

Tabela 3.1 - Matriz resumo dos resultados obtidos nos questionários

A obtenção da matriz foi feita através da junção das variáveis localização, dimensão e resultados que se transformou numa só variável denominada impacto. Esta nova variável reflete o sentimento dos adeptos perante os resultados dos seus clubes numa escala entre -3 e 3, sendo -3 um impacto negativo muito forte, e 3 um impacto positivo muito forte perante o resultado do jogo ir ao encontro do humor do adepto.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

“Se deres um peixe a um homem faminto, vais alimentá-lo por um dia. Se o ensinares a pescar, vais alimentá-lo toda a vida”

Lao-Tsé

Os resultados obtidos foram retirados da análise entre a variável impacto com as oscilações das cotações dos “3 grandes”.

4.1 Análise do Benfica

Pela observação do gráfico 4.1 é possível concluir que existem grandes oscilações entre a relação das variáveis em estudo.

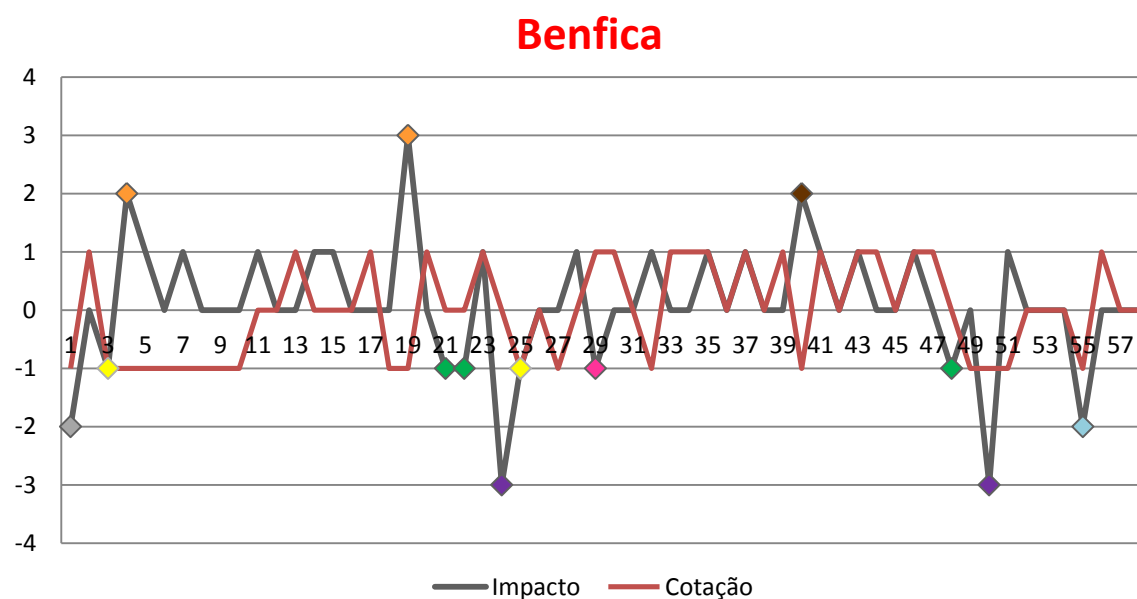


Gráfico 4.1 - Relação entre o impacto dos resultados dos jogos nos adeptos do Benfica e as suas cotações.

No ponto 4 (assinalado a laranja), existe uma clara evidência no impacto dos adeptos. Nesse dia o Benfica jogou em casa com o Sporting e ganhou, refletindo um impacto de nível 2 no sentimento dos adeptos. No entanto, as cotações não acompanharam o

sentimento dos adeptos, visto identificarmos uma descida no valor das mesmas. De acordo com os estudos referidos nos capítulos anteriores, deveria haver uma relação positiva entre as variáveis em estudo. Também no ponto 19 (assinalado a laranja) verificamos a mesma situação. O impacto atinge o valor máximo de satisfação dos adeptos, no entanto, as cotações continuaram a descer. O humor é positivo e significativo por parte dos adeptos, visto que o Benfica ganhou fora contra o Sporting, mas as cotações não vão ao encontro dessa satisfação, existindo uma correlação negativa entre as variáveis em estudo.

No ponto 24 e 50 (assinalados a lilás) acontece o inverso, o impacto atinge o valor máximo negativo de satisfação. Nestes pontos existe algo em comum, o Benfica sofreu uma derrota em casa com o Porto. A diferença é que no ponto 50 as cotações decresceram, relativamente à estabilidade verificada nas mesmas no ponto 24, ou seja, mantiveram o mesmo preço. O ponto 50 é a única situação em que o sentimento dos adeptos é acompanhado pela diminuição das cotações, ou seja, verifica-se a existência de correlação positiva.

No ponto 40 (assinalado a castanho) reflete, uma vez mais, que o sentimento não caminha na mesma direção que as cotações. Os adeptos ficaram contentes com a vitória em casa com o Sporting, no entanto o valor das ações diminuiu. Uma vez mais podemos constatar que não existe relação entre o impacto e as cotações.

Por fim, no que diz respeito à análise dos resultados com clubes grandes, salientamos a derrota, fora contra o Sporting. Esta verifica-se no ponto 55 (assinalado a azul), onde existe uma correlação positiva entre as variáveis. O sentimento dos adeptos é de descontentamento e o preço das ações diminuiu.

Relativamente à análise dos resultados com clubes de pequena dimensão, salientamos, desde já, o ponto 1 (assinalado a cinza) onde existe uma correlação positiva entre o impacto/cotação. Os adeptos benfiquistas encontram-se insatisfeitos com a derrota sofrida, em casa e contra o Nacional e o valor de fecho das ações no *Euronext* Lisboa passou de 2.37 euros passando para 2.36 euros como valor de abertura após o jogo.

No ponto 3 e 25 (assinalados a amarelo) as situações são idênticas. Em ambos os dias o Benfica sofreu uma derrota, fora e com um clube de pequena dimensão. Encontramos uma insatisfação de nível -1 por parte dos adeptos, sendo que as cotações tomaram o mesmo rumo, ou seja, decresceram.

Os pontos 21, 22 e 48 (assinalados a verde) são idênticos a nível de resultados estatísticos. Os adeptos não estão satisfeitos com o resultado do seu clube, no entanto o preço das ações manteve-se estático. O valor de fecho e o valor de abertura é sempre o mesmo nos três pontos em questão. A única diferença são os resultados: no ponto 21 e 48 o Benfica sofreu uma derrota, fora (contra o Braga e o V. de Guimarães, respetivamente) e no ponto 48 empatou, em casa com o Portimonense.

Por último, o ponto 29 (assinalado a rosa) reflete mais uma situação que não vai ao encontro do que foi referido por vários autores ao longo deste estudo. Neste ponto, verifica-se um descontentamento dos adeptos devido ao empate, em casa contra o Leiria. A variável impacto atinge o nível -1 na nossa escala, sendo que o preço das ações caminha em direção contrária. Houve um acréscimo do seu preço, logo, existiu uma correlação negativa entre as variáveis em análise.

Encontrámos uma maior correlação positiva entre as variáveis impacto/cotação nos jogos com clubes de pequena dimensão do que nos clubes de grande dimensão.

4.2. Análise do Sporting

No caso do Sporting, relativamente aos resultados com clubes de grande dimensão, existem sete situações que mereceram a nossa atenção.

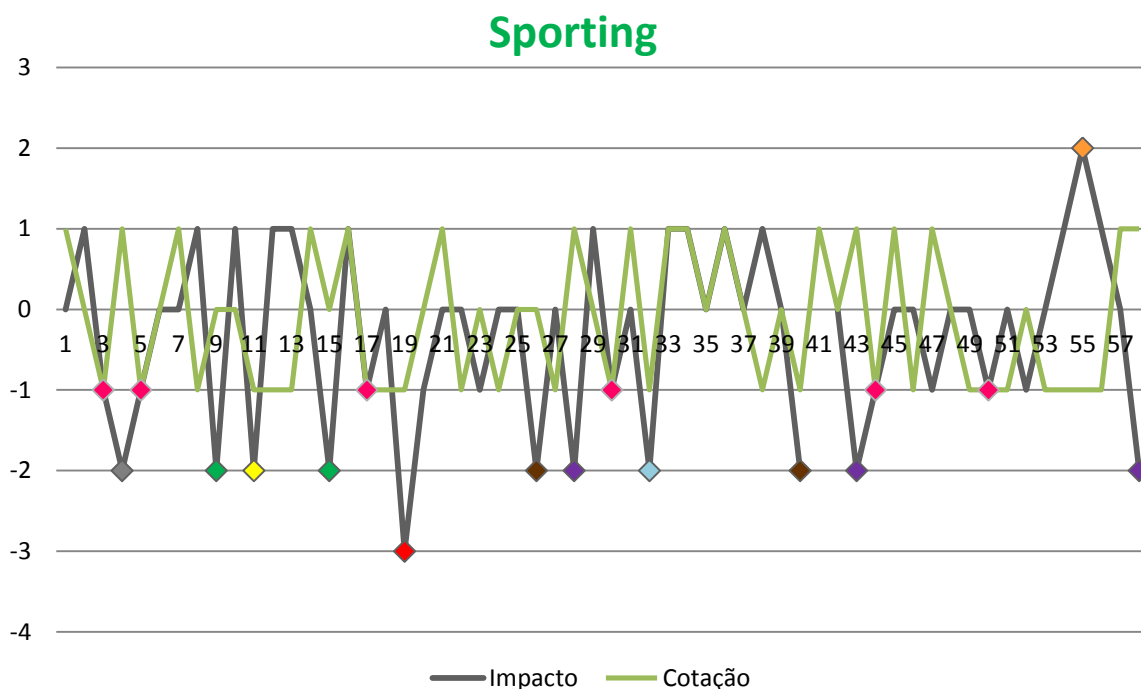


Gráfico 4.2 - Relação entre o impacto dos resultados dos jogos nos adeptos do Sporting e as suas cotações.

Em primeiro lugar, quando analisamos o gráfico verificamos no ponto 4 (assinalado a cinza) uma correlação negativa entre o impacto e as cotações. No dia anterior ao jogo o valor de fecho das ações era de 1.02 euros no *Euronext* Lisboa, e após o jogo o valor de abertura era de 1.05 euros. Significa que após uma derrota, fora e contra o Benfica, os adeptos estavam desiludidos com o seu clube mas as cotações não acompanharam esse impacto verificado nos adeptos.

Contrariamente, no ponto 11 (assinalado a amarelo) as variáveis apresentam uma correlação positiva. O Sporting empatou, em casa contra o Porto, que se traduziu num impacto negativo de nível 2 na satisfação dos adeptos e o preço das ações desceu.

No ponto 19 (assinalado a vermelho) as variáveis em análise também caminham na mesma direção. No dia a seguir à derrota, em casa e contra o Benfica, o valor das ações diminuiu, espelhando o sentimento dos adeptos. Este é o único momento em

que a variável impacto atinge o valor máximo negativo (-3), ou seja, de completa desilusão pela derrota por parte dos adeptos sportinguistas.

Das seis situações que referimos em que sobressaiam mais as divergências entre as variáveis em estudo, evidenciamos três exatamente iguais a nível de resultados impacto versus cotação. Os pontos 28, 43 e 58 (assinalados a lilás) espelham a mesma relação e valores, ou seja, numa escala de -3 a 3, o impacto do resultado desportivo foi de -2 pontos, enquanto que as cotações aumentaram. Em nenhuma das situações o Sporting sagrou-se vitorioso, o que justifica a insatisfação máxima na nossa escala.

No ponto 55 (assinalado a laranja) o Sporting ganhou, em casa e contra o Benfica, o que é motivo de satisfação por parte dos adeptos, no entanto o valor das ações diminuiu. Uma vez mais identificamos evidências de que o sentimento não tem efeito nas cotações.

Por fim, existem duas situações, das sete que referimos que mereciam a nossa atenção, que nos faltam identificar. Nos pontos 26 e 40 (assinalados a castanho) os resultados desportivos são os mesmos – derrota em casa. No ponto 26 o Sporting perdeu com o Porto, elevando negativamente o impacto dos adeptos, no entanto o preço das ações manteve-se constante. Para um nível de insatisfação de -2 pontos verificou-se o mesmo valor de fecho e abertura no preço das ações. No ponto 40 a derrota sofrida foi com o Benfica, onde o impacto atingiu o mesmo valor que no ponto 26, no entanto o preço das ações diminuiu, o que significa que existiu correlação positiva.

Quanto aos clubes de pequena dimensão, ressaltamos seis situações, respeitantes aos pontos 3, 5, 17, 30, 44 e 50 (assinalados a rosa). Em todas elas o impacto é de 1 ponto negativo e o preço das ações desce. Estas seis situações espelham o referido neste estudo por vários autores – o sentimento do adepto tem impacto nas cotações.

Nos pontos 9 e 15 (assinalados a verde) o Sporting sofreu uma derrota em casa, o que fez com que os adeptos não ficassem muito satisfeitos, tendo o impacto atingido um nível de -2 pontos, no entanto, contrariamente ao esperado, as ações mantiveram o

mesmo valor. De acordo com os estudos referidos nos capítulos anteriores, o preço das ações deveria ter diminuído.

Por último analisamos o ponto 32 (assinalado a azul), onde existe uma correlação positiva entre as variáveis. O Sporting sofreu uma derrota, em casa contra o Marítimo, logo, o impacto é de 2 pontos negativos e o preço das acções diminuiu. As variáveis caminham na mesma direção.

Tal como aconteceu com os resultados do Benfica, também o Sporting regista maiores evidências de correlação positiva entre as variáveis impacto/cotação nos jogos com clubes de pequena dimensão do que nos clubes de grande dimensão.

4.3. Análise do Porto

Tendo em conta os resultados da relação impacto/cotação (gráfico 4.3) durante as épocas 2010/2011 e 2011/2012, podemos constatar que, ao contrário do Benfica e do Sporting, os adeptos do Porto seguem, de um modo geral, um padrão uniforme.

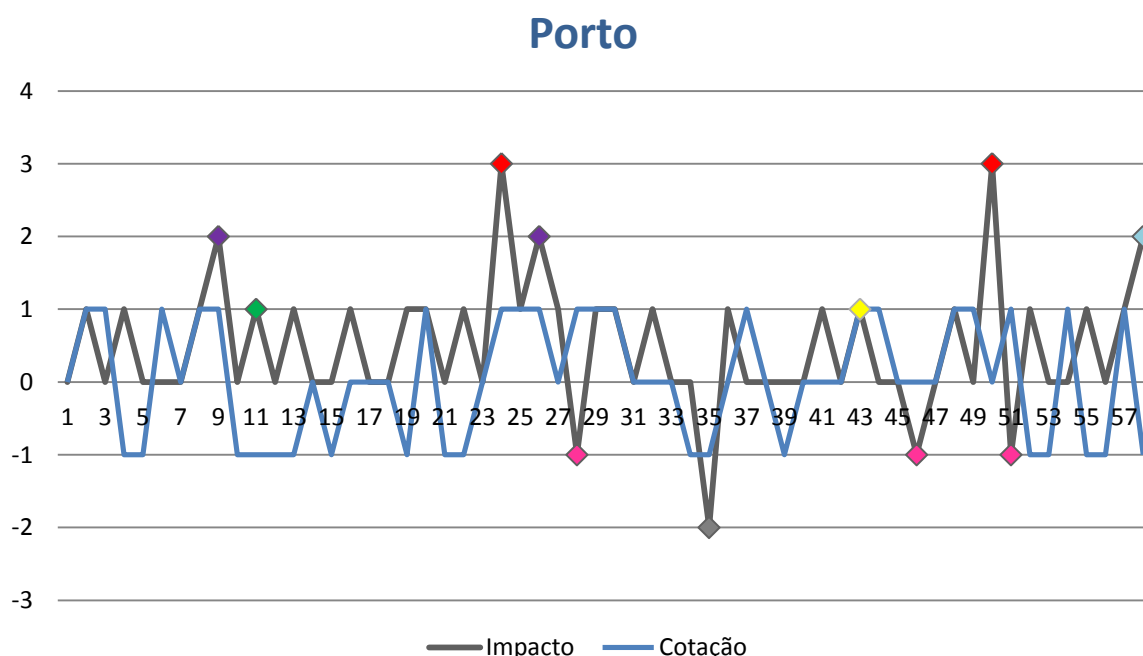


Gráfico 4.3 - Relação entre o impacto dos resultados dos jogos nos adeptos do Porto e as suas cotações.

Em primeiro lugar, e no que se refere aos clubes de grande dimensão, evidenciamos dois pontos, e os únicos, onde o impacto atinge o valor máximo. Constatámos nos pontos 24 e 50 (assinalados a vermelho) que uma vitória, fora e contra o Benfica, tem muito mais impacto que qualquer outra vitória para os adeptos portistas. No ponto 24 as cotações subiram, havendo a existência de uma correlação positiva entre o impacto e as cotações. Relativamente ao ponto 50, o valor das cotações manteve-se constante, ou seja, o preço de fecho das ações no dia anterior ao jogo foi exatamente o mesmo que o valor de abertura das ações após o jogo. Claramente existe uma satisfação para os adeptos em ganhar ao Benfica que se espelha no preço das ações.

Nos pontos 9 e 26 (assinalados a lilás) os resultados verificados no gráfico são exatamente os mesmos, apenas altera o clube com o qual o Porto ganhou em casa. No ponto 9 houve uma vitória ao Benfica, existindo uma correlação positiva entre o impacto e a cotação, a mesma que se verifica no ponto 26, após uma vitória ao Sporting. A satisfação dos adeptos é refletida no valor das ações.

Situação inversa acontece no ponto 11 (assinalado a verde). O nível de satisfação apresenta um nível positivo de 1, resultante do empate, fora com o Sporting. No entanto, essa satisfação não se reflete no valor das ações que diminuiu.

Também no ponto 35 (assinalado a cinza) as variáveis caminham na mesma direção. O preço das ações diminuiu quando o humor dos adeptos se encontrava negativamente presente devido a um empate sofrido em casa. Também na semana anterior tinham sofrido um empate (ponto 34) que, apesar do humor dos adeptos não ter sofrido qualquer alteração, o valor das ações diminuiu.

Outra situação que demonstra a existência de correlação positiva entre as variáveis é o ponto 43 (assinalado a amarelo), onde o Porto empatou em alvalade. O nível de satisfação dos adeptos é de 1 ponto e o preço das ações aumentou.

Por fim, destacamos o ponto 58 (assinalado a azul), onde sobressai a existência de uma correlação negativa entre as variáveis. O impacto foi positivo devido a uma vitória, em casa com o Sporting, no entanto as cotações desceram.

Existem fortes evidências que vão ao encontro das conclusões retiradas por alguns dos autores referenciados ao longo deste trabalho. Os resultados apresentados apontam para que uma vitória conduza, em média, a retornos positivos no preço das ações, logo, os mercados de capitais do Porto são assimétricos.

Quanto aos jogos realizados com clubes de pequena dimensão, destacamos os pontos 28, 46 e 51 (assinalados a rosa). Nos pontos 28 e 51 os adeptos estão tristes com o empate fora (com o Paços de Ferreira e o Académica, respectivamente), tendo a variável impacto atingido o valor de -1 ponto, e as cotações aumentaram. No ponto 46 o Porto sofreu uma derrota, fora com o Gil Vicente e o valor das acções manteve-se inalterável.

Contrariamente ao Benfica e ao Sporting, encontramos fortes evidências de correlação positiva entre as variáveis em estudo com jogos realizados com clubes de grande dimensão do que em jogos efetuados com clubes de pequena dimensão.

5. CONCLUSÕES

“Quanto maiores são as dificuldades a vencer, maior é a glória.”

Cícero

Resultados de jogos de futebol são interessantes para estudar na medida em que os clubes portugueses se encontram, cada vez mais, em direção a um ambiente competitivo, e onde o financiamento é fulcral para o sucesso. Sendo o mercado de capitais uma alternativa importante para o financiamento, importa saber como reagem os investidores aos resultados dos principais clubes portugueses cotados em Bolsa.

No final deste trabalho é possível identificar que o resultado dos investidores nos principais clubes portugueses não tem impacto nas cotações, contrariamente ao que foi sendo referido por diversos estudos como os de Bell, Brooks, Matthews & Sutcliffe (2003), Palomino, Renneboog & Zhang (2009), Renneboog & Vanbrabant (2000), Duque & Ferreira (2008), Berument, Ceylan & Ogut-Eker (2009), Standtmann (2006), Bernile & Lyandres (2011), que referem que ganhar um jogo provoca um aumento significativo do valor das ações do respetivo clube de futebol, enquanto empates e derrotas levam à descida desse mesmo valor. Segundo os mesmos autores, os resultados desportivos têm um impacto significativo no preço das ações dos clubes de futebol, visto que os resultados desportivos determinam os próximos resultados financeiros. Para Bell, Brooks, Matthews & Sutcliffe (2011), com jogos disputados à noite e nos fins de semana, os mercados acionistas estão fechados quando a informação chega. Isto significa que o mercado deve abrir a um novo preço, que incorpora o conteúdo de informação do resultado. Boido & Fasano (2007) mostraram que o preço médio / retorno após as vitórias é superior em relação ao preço / retorno médio seguido de derrotas. Concluíram que há uma ligação entre o humor e o retorno das acções com base nos resultados das equipas, o que não vai ao encontro dos nossos resultados. Neste estudo constatámos a não existência de uma relação entre o comportamento dos investidores e a sua percepção relativa aos resultados obtidos pelos “3 grandes”.

Markman & Hirt (2002), Wann, Melnick, Russel & Pease (2001) referem que se os adeptos de futebol estimarem que a sua equipa vai ganhar, pode-se encontrar uma reacção maior no preço das acções após as derrotas que após as vitórias. Duque & Ferreira (2008) concluíram que existe uma correlação moderada entre o retorno das acções e o desempenho desportivo e financeiro do clube. No entanto, este estudo concluiu exatamente o oposto. Tal como Smith & Krige (2010), encontrámos relações fracas ou estatisticamente insignificantes. Não existem evidências de que uma derrota ou vitória tenha qualquer peso no valor das acções no Benfica e no Sporting, no entanto, no Porto essas evidências podem ser identificadas. Existe um grande impacto nos adeptos quando o seu clube ganha/perde, no entanto não encontrámos clareza nesse resultado ao ponto de o valor das acções aumentar/diminuir.

Quando comparamos os nossos resultados com os de outras investigações, vemos que os mesmos não estão em linha com as conclusões de Scholtens & Peenstra (2009) ou Brown & Hartzell (2001), no sentido em que para os autores existe evidência para que os resultados condicionam a performance das acções em bolsa, bem como assimetria que existe na resposta entre derrotas e vitórias. Os nossos resultados contradizem a maioria dos estudos, pois as respostas dadas pelos mercados de capitais não são assimétricas, uma vez que não encontrámos evidências que as derrotas penalizem mais as acções dos clubes de futebol que as vitórias ou empates.

Considerando os resultados obtidos, concluímos que o mercado não responde de forma positiva a vitórias e de forma negativa a derrotas e empates no Benfica e no Sporting. As respostas dadas pelos mercados de capitais não são assimétricas, uma vez que não encontrámos evidências que as derrotas penalizem mais o valor das acções que as vitórias. No entanto, verificámos evidências de uma correlação positiva entre as variáveis impacto/cotação nos jogos com clubes de pequena dimensão. Os resultados verificados no Porto demonstram o contrário, ou seja, da análise efetuada entre as variáveis, constatámos claras evidências que existe correlação positiva nos jogos com clubes de grande dimensão. O mesmo não se verifica em jogos com clubes de pequena dimensão.

6. LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

Um estudo de caso, como foi salientado no capítulo Metodologia deste trabalho, desperta muitas informações de um universo tão grandioso como é actualmente o futebol. O sentimento é uma “sensação” tão onipresente na vida humana por excelência como no mundo do desporto, que se reflecte de várias formas, sendo insuficientemente contemplada com a atenção dos investigadores. Ao mesmo tempo entender a sua amplitude multifacetada é tarefa desafiadora.

Após a revisão bibliográfica para a realização deste estudo e termos concluído que o sentimento não tem impacto nas cotações, surgiram algumas limitações que o condicionaram. As primeiras limitações ocorreram na consulta da bibliografia. Existem um espólio de trabalhos realizados sobre a relação entre o desporto e o sentimento do investidor. No entanto, existem diferentes teorias quanto à sua relação, o que nos dificultou concluir quando tentamos aprofundar o tema direccionado para os clubes portugueses.

Apesar da amostra ter algum significado, pensamos que no futuro recorrer a uma amostra mais alargada poderá ajustar mais aos resultados obtidos.

No que refere aos dados das cotações que obtivemos, apenas permitiu estudar duas épocas, o que tornam as conclusões limitadas. A possibilidade de estudar mais épocas poderá mitigar efeitos pontuais existentes em alguma destas épocas. O investigador também pode ser motivado a realizar uma pesquisa mais detalhada, de modo a tentar perceber a divergência existente.

Não foi realizada uma análise estatística à informação recolhida. Em futuros trabalhos poder-se-á enveredar pela utilização de, por exemplo, da regressão logística como tentativa de modelar o comportamento dos investidores neste tipo de situações.

Este estudo incide apenas na Liga Zon Sagres, sendo interessante estudar outras competições internacionais, por exemplo, a Liga dos Campeões e a Taça UEFA, assim como outras competições nacionais, como a Taça da Liga e a Taça de Portugal.

7. Bibliografia

- Aglietta, M., Andreff, W., & Drut, B. (2010). Floating European Football Clubs in the Stock Market. *Economix, Working Paper No. 24*, pp. 1-27.
- Amir, E., & Livne, G. (Abril-Maio de 2005). Accounting, Valuation and Duration of Football Player Contracts. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(3-4), pp. 549-586.
- Ashton, J. K., B., G., & R., H. (2003). Economic Impact of National Sporting Success: Evidence from the London Stock Exchange. *Applied Economics Letters*, 10, pp. 783-783.
- Avery, C., & Chevalier, J. (1999). Identifying Investor Sentiment from Price Paths: The Case of Football Betting. *The Journal of Business*, 72(4), pp. 493-521.
- Baker, M., & Wurgler, J. (Agosto de 2006). Investor Sentiment and the Cross-Section of. *Journal of Finance*, 61(4), pp. 1645-1680.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor Sentiment in the Stock Market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), pp. 129-151.
- Barajas, A., Fernandez-Jardon, C., & Crolley, L. (2005). Does Sports Performance Influence Revenues and Economic Results in Spanish Football? *University Library of Munich, Germany, MPRA Paper 3234*.
- Bell, A., Brooks, C., Matthews, D., & Sutcliffe, C. (2011). Over the Moon or Sick as a Parrot: The Effects of Football Results on a Club's Share Price. *Applied Economics*, 44(26), pp. 3435-3452.
- Bernile, G., & Lyandres, E. (23 de Junho de 2011). Understanding Investor Sentiment: The Case of Soccer. *Financial Management Association International, Working Paper No 40(2)*, pp. 357-380.
- Bernstein, P. L. (1996). *Against the Gods*. John Wiley & Sons, Inc.
- Berument, H., Ceylan, N. B., & Gozpınar, E. (2006). Performance of soccer on the stock market: Evidence from Turkey. *The Social Science Journal*, 43, pp. 695-699.
- Berument, M. H., Ceylan, N. B., & Ogut-Eker, G. (2009). Soccer, Stock Returns and Fanatism: Evidence from Turkey. *The Social Science Journal*, 46(3), pp. 594-600.
- Berumenta, H., Ceylanb, N. B., & Gozpınara, E. (2006). Performance of Soccer on the Stock Market: Evidence from Turkey. *The Social Science Journal* 43, pp. 695-699.
- Bizman, A., & Yinon, Y. (2002). Engaging in Distance Tactics Among Sport Fans: Effects on Self-Esteem and Emotional Responses. *Journal of Social Psychology*, 142(3), pp. 381-392.

- Boido, C., & Fasano, A. (2007). Football and Mod in Italian Stock Exchange. *The Icfai Journal of Behavioral Finance*, 4(4), pp. 32-50.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2005). *Principles of Corporate Finance* (8 ed.). McGraw-Hill/Irwin.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Franklin, A. (2006). *Principles of Corporate Finance*. p. 1028.
- Brown, G., & Hartzell, J. (Maio de 2001). Market Reaction to Public Information: The atypical case of the Boston Celtics. *Journal of Financial Economics*, 60(2-3), pp. 333-370.
- Carrol, Douglas, Ebrahim, S., Tilling, K., Macleod, J., & Smith, G. D. (2002). Admissions for Myocardial Infarction and World Cup Football: database survey. *British Medical Journal*, 325(7378), pp. 1439-1442.
- Dantas, M. G., & Boente, D. R. (Julho/Dezembro de 2010). Análise do Comportamento do Mercado de Ações em Clubes de Futebol. *Revista Ambiente Contábil*, 2(2), pp. 33-49. Obtido de <http://periodicos.ufrn.br/index.php/ambiente/article/viewFile/1353/1056>
- Dantas, M. G., Silva, J. A., Steppan, A. I., & Oliveira, R. M. (Julho-Dezembro de 2009). O Comportamento do Preço das Ações de Clubes de Futebol Mediante a Variação de Aspectos Contábeis: O Estudo de Caso do Juventus F.C. - Itália. *Revista Ambiente Contábil*, 1(2), pp. 55 – 67.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise Trader Risk in Financial Markets. *Journal of Political Economy*, 98(4), pp. 703-738.
- Dobson, S., & Godbard, J. (2001). *The Economics of Football*. Cambridge University Press.
- Duque, J., & Ferreira, N. (Agosto de 2008). Explaining Share Price Performance of Football Clubs Listed on the Euronext Lisbon. *Instituto Superior de Economia e Gestão, Working Paper No. 1*.
- Edmans, A. (Dezembro-Janeiro de 2005-2006). *Graduate Student News*. Obtido de http://web.mit.edu/gsc/www/news-events/gsn/2005_12_december/GSN2005-12-web.pdf
- Edmans, A., Garcia, D., & Norli, Ø. (2007). Sports Sentiments and Stock Returns. *Journal of Finance*, 62(4), pp. 1967-1998.
- Ehrmann, M., & Jansen, D. J. (Fevereiro de 2012). The Pitch Rather than the Pit Investor Intention During the FIFA World Cup Matches. *European Central Bank, Working Paper Series No 1424*, pp. 1-35.
- Euronext, G. (2010-2012). Obtido de www.euronext.com

- Falter, J. M., Pérignon, C., & Vercruysse, O. (2008). Impact of Overwhelming Joy on Consumer Demand: The Case of a Soccer World-Cup Victory. *Journal of Sports Economics*, 9(1), pp. 20-42. Obtido de <http://jse.sagepub.com>
- Fama, E. F. (Dezembro de 1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*, 46(5), pp. 1575-1617.
- FIFA. (31 de Maio de 2006). *FIFA For the Good of the Game*. Obtido de http://www.fifa.com/mm/document/fifafacts/bcoffsurv/bigcount.statspackage_7024.pdf
- Fotaki, M., Markellos, R. N., & Mania, M. (Janeiro de 2009). Human Resources Turnover as an Asset Acquisition, Accumulation and Divestiture Process. *Athens University of Economics and Business, Working Paper*.
- French, K. R., & Poterba, J. M. (1991). Investor diversification and international equity markets. *American Economic Review*, 81(2), pp. 222-226.
- Friberg, E. (2007). Investor Mood and Stock Returns: Evidence from Ice Hockey. *University of VAASA*.
- Hirshleifer, D., & Shumway, T. (2003). Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather. *The Journal of Finance*, 58(3), pp. 1009-1032.
- Hoye, R., Smith, A., Westerbeek, H., Steward, B., & Nicholson, M. (2006). *Sport Management: Principles and Applications*. Oxford ; Burlington, MA : Elsevier Butterworth-Heinemann.
- Huberman, G., & Schwert, W. (1985). Information Aggregation, Inflation, and the Pricing of Indexed Bonds. *Journal of Political Economy*, 93(11), pp. 92-114.
- Hudson. (Junho de 2006). *The impact of sport on the workplace*. Obtido de http://www.sirc.org/publik/sport_and_the_workplace.pdf
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: an Analysis of Decision Under Risk. *Econometrica*, 47(2), pp. 263-292.
- Kamstra, M., Kramer, L., & Levi, M. (2003). Winter Blues: A SAD Stock Market Cycle. *The American Economic Review*, 93(1), pp. 324-343.
- Kaplanski, G., & Levy, H. (2010a). Exploitable Predictable Irrationality: The FIFA World Cup Effect on the U.S. Stock Market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2), pp. 535-553.
- Kaplanski, G., & Levy, H. (Fevereiro de 2010b). Sentiment and Stock Prices: The Case of Aviation Disasters. *Journal of Financial Economics*, 95(2), pp. 174-201.
- Lemmon, M., & Portniaguina, E. (2006). Consumer Confidence and Asset Prices: Some Empirical Evidence. *Review of Financial Studies*, 19(4), pp. 1499-1529.

- LPFP. (2010-2012). *Liga Portuguesa de Futebol Profissional*. Obtido de Liga Portugal:
http://www.lfp.pt/futebol/pages/estatisticas.aspx?info=jogos&epoca=20112012&competicao=liga_zon_sagres&jornada=30
- M., A. (3 de Fevereiro de 2011). *Inversion Y Juego*. Obtido de
<http://inversionyjuego.blogspot.pt/2011/02/la-bolsa-y-el-deporte-rey.html>
- Markman, K. D., & Hirt, E. R. (2002). Social Prediction and the “Allegiance Bias”. *Social Cognition*, 20(1), pp. 58-86.
- Mullin, B. J., Hardy, S., & Sutton, W. A. (2000). *Sport Marketing* (second ed.). Champaign, IL : Human Kinetics.
- Nofsinger, J. R. (2005). Social Mood and Financial Economics. *The Journal of Behavioral Finance*, 6(3), pp. 144-160.
- Palomino, F., Renneboog, L., & Zhang, C. (April de 2005). Stock Price Reactions to Short-Lived Public Information: the Case of Betting Odds. *Tilburg University*.
- Palomino, F., Renneboog, L., & Zhang, C. (2009). Information Salience, Investor Sentiment, and Stock Returns: the Case of British Soccer Betting. *Journal of Corporate Finance*, 15(3), pp. 368-387.
- Qiu, L. X., & Welch, I. (2004). Investor Sentiment Measures. *Working Paper No. 10794*.
- Renneboog, L., & Vanbrabant, P. (2000). Share Price Reactions to Sporty Performance of Soccer Clubs Listed on the London Stock Exchange and the AIM. *Economic Research, Tilburg University, Working Paper No. 19*.
- Samagaio, A., Couto, E., & Caiado, J. (2009). Sporting, Financial and Stock Market Performance in English Football: an Empirical Analysis of Structural Relationships. *CEMAPRE*.
- Saunders, E. M. (Dezembro de 1993). Stock Prices and Wall Street Weather. *American Economic Review*, 83(5), pp. 1337-1345.
- Scherr, F., Abbott, A., & Thompson, M. (1993). Returns When Signals of Value are Frequent: The. *Journal of Business and Economic Studies*, 2(1), pp. 69-83.
- Scholtens, B., & Peenstra, W. (2009). Scoring on the Stock Exchange? The Effect of Football Matches on Stock Market Returns: an event study. *Applied Economics*(41), pp. 3231-3237.
- Shefrin, H. (2005). *A Behavioral Approach to Asset Pricing*. ELSEVIER SCIENCE.
- Shefrin, H. (2007). *Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing*. USA: Oxford University Press.

- Shiller, R. J. (2003). From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(1), pp. 83-104.
- Shleifer, A. (2003). *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*. Oxford University Press.
- Shleifer, A., & Summers, L. H. (1990). The Noise Trader Approach to Finance . *Journal of Economic Perspectives*, 4(2), pp. 19-33.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (Março de 1997). The Limits of Arbitrage. *The Journal of Finance*, 52(1), pp. 35-55.
- Silva, C. A., Teixeira, H. d., & Niyama, J. K. (2009). *Evidenciação Contábil em Entidades Desportivas: Uma Análise dos Clubes de Futebol Brasileiros*. S. Paulo: Congresso USP Iniciação Científica em Contabilidade.
- Silva, T. F. (20 de Julho de 2011). *Diário de Notícias*. Obtido de http://www.dn.pt/inicio/economia/interior.aspx?content_id=1920019&seccao=Dinheiro%20Vivo
- Smith, B., & Krige, N. (Setembro de 2010). National Sporting Success and Investor Optimism. *USB LEADERS' LAB*, 4(2), pp. 18-21.
- Standtmann, G. (September de 2006). Frequent News and pure Signals: The Case of a Publicly Traded Football Club. *Scottish Journal of Political Economy*, 53(4), pp. 485-504.
- Statman, M. (1999). Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements. *Financial Analysts Journal*, 55(6), pp. 18-27.
- Stracca, L. (2004). Behavioral finance and asset prices: Where do we stand? *Journal of Economic Psychology*, 25(3), pp. 373-405.
- Szymanski, S., & Kuypers, T. (2000). *Winners and Losers: The Business Strategy of Football* (1 ed.). Penguin Group (Canada).
- Thaler, R. H. (Novembro-Dezembro de 1999). The End of Behavioral Finance. *Financial Analysts Journal*, 55(6), pp. 12-17.
- Trovato, F. (1998). The Stanley Cup of Hockey and Suicide in Quebec. *Social Forces*, 77(1), pp. 105-127.
- Universidade Católica Portuguesa, & Deloitte. (2011). *Competição fora das quatro linhas*. Porto.
- Vieira, E. F. (2012). Investor Sentiment and Market Reaction: Evidence on 2010 FIFA World Cup. *International Journal of Economics and Accounting*, 3(1), pp. 51-76.

- Wann, D. L., Melnick, M. J., Russel, G. W., & Pease, D. G. (2001). *Sport fans : the psychology and social impact of spectators*. New York : Routledge.
- White, G. (1989). Media and Violence: the Case of Professional Football Championship Matches. *Aggressive Behavior*, 15(6), pp. 423-433.
- Yin, R. K. (2008). *Case Study Research: Design and Methods*. SAGE Publications.

8. ANEXOS

Anexo 1 - Questionários

Utilizando uma escala de -3 a 3, sendo -3 muito mau e 3 muito bom, como avalia o seu estado de humor quando a sua equipa:

- Ganha em casa a um clube grande (Benfica, Sporting, Porto)
- Empate em casa a um clube grande (Benfica, Sporting, Porto)
- Perde em casa a um clube grande (Benfica, Sporting, Porto)

- Ganha em casa a um clube pequeno
- Empate em casa a um clube pequeno
- Perde em casa a um clube pequeno